

La nostra opinione mensile sull'asset allocation (ottobre 2017)

Giovedì, 10/12/2017

Godot è finalmente arrivato. Dopo nove anni e tre programmi di quantitative easing (QE 1, 2 e 3), la Fed ha iniziato questo mese a ridurre il proprio bilancio. Mentre la BCE si prepara a iniziare il tapering, gli americani sono già entrati nell'era della riduzione del bilancio e della normalizzazione della politica monetaria. Gli Stati Uniti non sono solo forti, ma hanno sempre una lunghezza di vantaggio...



Fabrizio Quirighetti

*Macroeconomic
Strategist*



Hartwig Kos



Adrien Pichoud

*Chief Economist & Senior Portfolio
Manager*

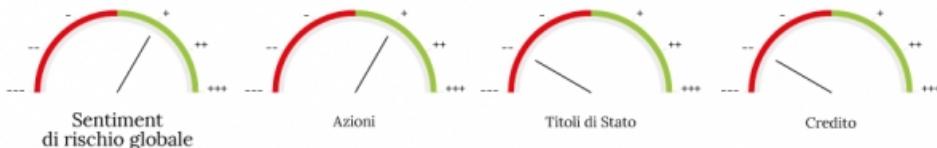


Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management

- Si conferma lo scenario di crescita positivo, prevalente dall'inizio dell'anno, dove persino alcuni paesi deboli registrano una graduale ripresa.
- Nel corso del mese abbiamo la preferenza per il Giappone che è passata da (+) a (++) . L'Europa e il Giappone sono i mercati azionari attualmente più favoriti.
- Abbiamo mantenuto lievemente positiva (+) la posizione globale sul rischio nei nostri portafogli multi-asset, conservando inoltre un basso rischio di duration (- -).

La posizione positiva o negativa sul sentimento del rischio globale e sulle principali classi di attivi è valutata assegnando un rating compreso tra 1 e 6, da (+++) a (---).



1, 2, 3...e poi basta?

Godot è finalmente arrivato. Dopo nove anni e tre programmi di quantitative easing (QE 1, 2 e 3), la Fed ha iniziato questo mese a ridurre il proprio bilancio. Mentre la BCE si prepara a iniziare il tapering, gli americani sono già entrati nell'era della riduzione del bilancio e della normalizzazione della politica monetaria. Gli Stati Uniti non sono solo forti, ma hanno sempre una lunghezza di vantaggio...

...e le loro azioni in questo caso non sono per nulla sconsiderate! Fanno attenzione a non spaventare i mercati, che sono tra i principali beneficiari della politica estremamente accomodante. Se come Janet Yellen e la maggior parte dei banchieri centrali, si è confusi dalla "misteriosa" scomparsa dell'inflazione dei prezzi dei beni e servizi, si converrà almeno che la politica monetaria ha avuto gli effetti attesi sull'inflazione per quanto riguarda i prezzi degli attivi finanziari e immobiliari. La Fed procederà pertanto con cautela: smetterà semplicemente di reinvestire alcune cedole e obbligazioni che giungeranno a scadenza. Limiterà inoltre inizialmente questa automatica ma altamente controllata riduzione del bilancio a USD 10 miliardi al mese, per poi incrementare tale limite a USD 50 miliardi. I calcoli sono presto fatti: meno di USD 300 miliardi nel 2018 e non più di USD 600 miliardi l'anno successivo. In poche parole la presidente Yellen dice che sarà "una cosa estremamente noiosa".

Ma i mercati e gli investitori, noi compresi, siamo in ansia. Ne deriva una certa apprensione per i tassi d'interesse a lungo termine statunitensi (se dovessero aumentare troppo velocemente) e il mercato del credito (se la liquidità dovesse evaporare). È un po' come il senso di disagio che si prova quando un aereo decolla e si pensa per un attimo alla possibilità di un improbabile ma potenzialmente disastroso incidente. Ma cerchiamo di praticare un po' di autosuggestione positiva, per non lasciarci andare al panico infondato. Sebbene la Fed e gli Stati Uniti siano il cuore della finanza e dell'economia mondiale, altre importanti banche centrali come la BCE e la BoJ continueranno a registrare un rigonfiamento dei bilanci. Il totale netto dei bilanci delle principali banche centrali aumenterà pertanto ulteriormente il prossimo anno. Inoltre, dato che nella maggior parte di queste economie i tassi d'interesse continuano a essere vicini allo zero, è improbabile che i tassi d'interesse a lungo termine statunitensi aumentino da soli. Per finire, la reazione del mercato alla riduzione del bilancio operata dalla Fed, o alla stretta monetaria tramite il rialzo dei tassi, il prossimo dei quali è previsto per inizio dicembre, dipenderà anche dal contesto economico in cui questi eventi avverranno. Non posso immaginare intense vendite di Treasury USA solo a causa della stretta monetaria se la crescita nominale è improvvisamente crollata...

L'espansione economica e le fasi rialziste del mercato non sono mai morte di vecchiaia, quindi è ancora troppo (molto?) presto per preoccuparsi. Non sto scrivendo questo solo per riassicurarmi!

Fabrizio Quirighetti



Sintesi del panorama economico

Un fortissimo uragano. Il lancio di un missile seguito da un Twitter derisorio. Un altro fortissimo uragano. Un altro lancio di missile seguito da altra derisione. Eppure i mercati finanziari reagiscono appena. Freddo cinismo? Ma no, è l'economia, sciocco! La maggior parte dell'economia mondiale è in espansione: Secondo le stime del FMI, 179 paesi su 192, per un totale del 98,8% del PIL mondiale, registreranno quest'anno una crescita del PIL positiva e non si prevede recessione per il 2018. Nel frattempo, questa espansione non sta generando pressioni inflazionistiche, per ragioni che si comprendono solo parzialmente ma con un immediato impatto dato che le banche centrali non hanno bisogno di adottare una politica monetaria restrittiva nell'immediato e gli interessi a lungo termine restano bassi. Quest'ultima parte dell'equazione rafforza persino la probabilità di una continuazione dell'espansione mondiale nei trimestri futuri. Mentre i tassi d'interesse restano bassi, è improbabile che il grande squilibrio macroeconomico dell'economia mondiale, con un debito pubblico e privato elevati, registri un ripiego. In questo contesto, è difficile che le calamità naturali, purché colpiscano aree localizzate, e le dimostrazioni di forza, a condizione che non si trasformino in una vera guerra nucleare, ostacolino le previsioni macroeconomiche.

Crescita

Lo scenario di crescita favorevole che ha prevalso dall'inizio dell'anno è rimasto invariato alla fine dell'estate, con una graduale ripresa anche degli anelli più deboli dell'economia mondiale (Russia, Brasile, Sudafrica). L'unico modo di equilibrare questo brillante quadro della crescita è riconoscere che un suo ulteriore miglioramento è difficile.

Inflazione

L'inflazione è attualmente l'indicatore fondamentale. La sua mancata reazione a una crescita solida e al basso tasso di disoccupazione continuano a confondere le banche centrali delle economie sviluppate, con l'unica rilevante eccezione del Regno Unito. Nelle economie emergenti, anche l'inflazione è scesa a livelli insolitamente bassi in molti paesi, ma le difficoltà strutturali sembrano meno marcate rispetto ai mercati sviluppati.

Orientamento della politica monetaria

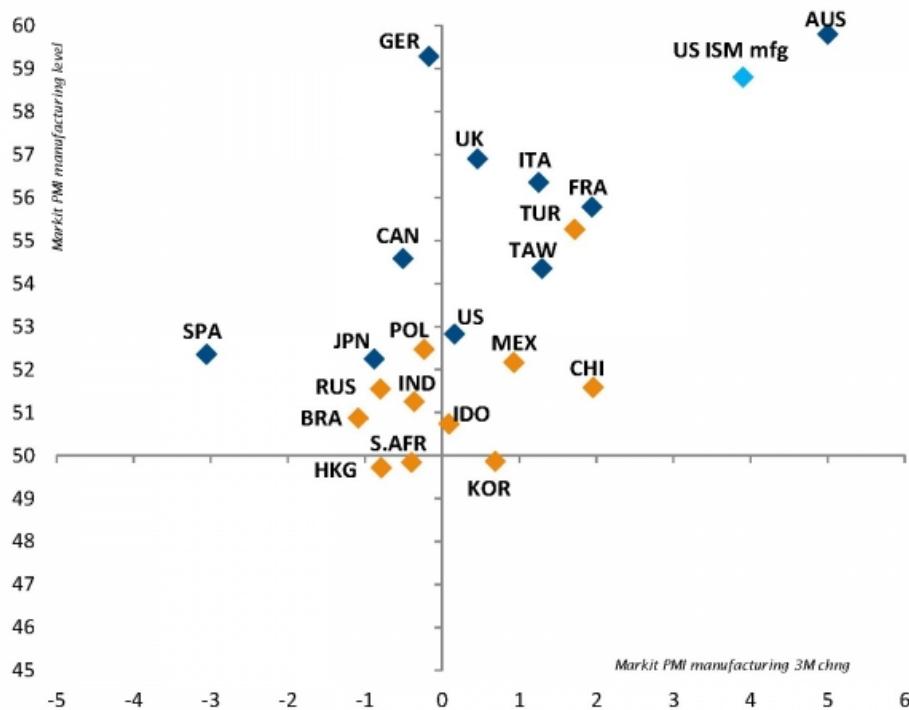
È "tempo di normalizzazione" per le banche centrali delle economie sviluppate, dato che la maggior parte di esse sta lasciando trasparire, più o meno apertamente, l'intenzione di passare a una politica monetaria più restrittiva data la dinamica di crescita positiva. Ma questa normalizzazione può concretizzarsi e si concretizzerà solo in modo graduale, data l'assenza di accelerazione dell'inflazione. Nei mercati emergenti le banche centrali mantengono il loro orientamento relativamente restrittivo.

"È 'tempo di normalizzazione' per le banche centrali delle economie sviluppate, dato che la maggior parte di esse sta lasciando trasparire l'intenzione di passare a una politica monetaria più restrittiva."

— **Adrien Pichoud**
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager



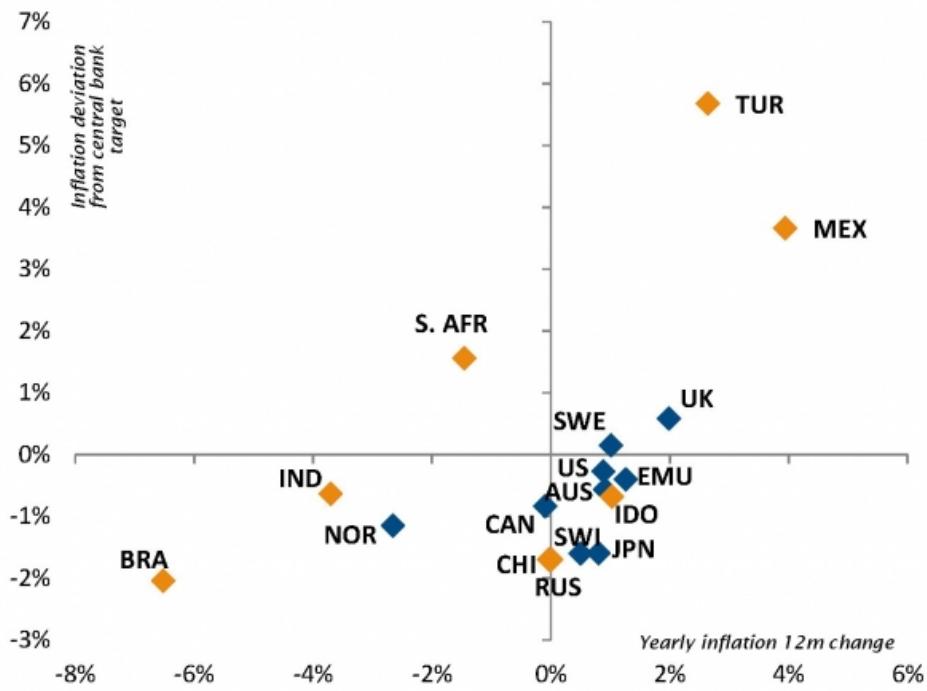
Trend e livello del PMI manifatturiero



Fonte

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Dati a: agosto 2017

Trend inflazionario e deviazione dall'obiettivo della Banca centrale



Fonte

Factset, SYZ Asset Management. Dati a: agosto 2017

Economie sviluppate

In uno scenario economico statunitense di crescita stabile in misura prossima al suo potenziale e senza sorprese negative, la politica economica futura è diventata la principale incertezza. Sul versante fiscale, la temuta scadenza per la definizione del cosiddetto tetto di debito è stata rimandata a dicembre al fine di evitare che i fondi per i soccorsi in caso di disastri come l'uragano restino bloccati dalla situazione difficile che il Congresso sta attraversando attualmente. Ma la discussione verrà ripresa e, con essa, le questioni ricorrenti della riforma fiscale che dovrebbe portare a una riduzione delle imposte, del piano sulle infrastrutture e della riforma sanitaria che hanno per ora deluso le aspettative. Per quanto riguarda la politica monetaria, la Federal Reserve ha dato inizio quella che è stata ben definita come "inversione del QE" e continua a prevedere di continuare il ciclo di incremento dei tassi a dicembre e il prossimo anno. Tuttavia i mercati sembrano meno convinti della Fed che l'attuale debolezza dell'inflazione sia solo temporanea.

Nell'eurozona, gli indicatori economici continuano a evidenziare una solida crescita economica e persino la recente forza dell'euro non sembra per ora avere un impatto sull'attività industriale. Paradossalmente, tale vigore della moneta costituirà in qualche modo un freno per l'inflazione futura, che ha portato a una situazione paradossale durante l'ultima riunione della BCE: la prevista crescita del PIL è stata rivista al rialzo per il 2017 (al 2,2%) e mantenuta elevata per i prossimi due anni mentre l'inflazione è stata rivista al ribasso, principalmente a causa della solidità dell'euro, ad indicare che non si prevede il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione della BCE prima del 2020. La BCE ha scelto di rimanere sulla "strada della normalizzazione", lasciando trasparire la propria intenzione di annunciare una progressiva riduzione del QE alla fine di ottobre.

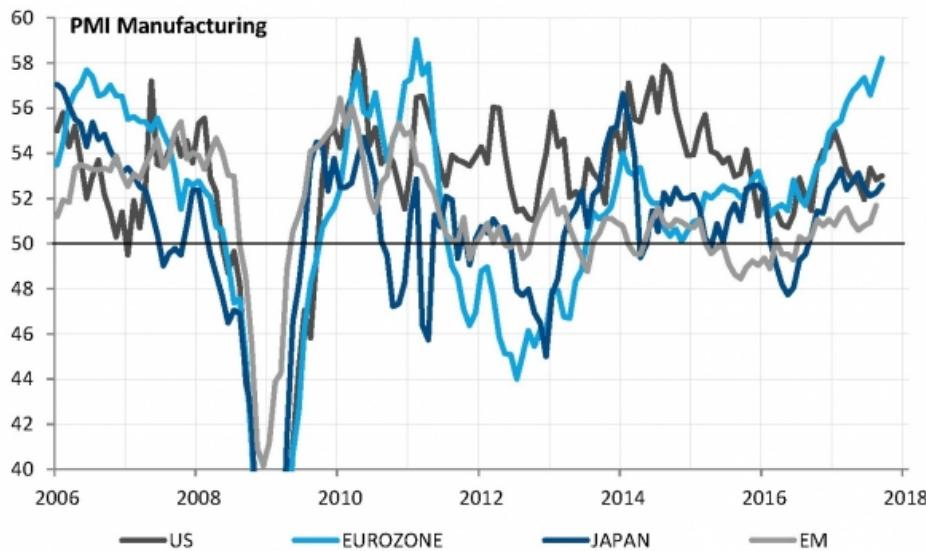
A fronte di una solidità dell'economia simile ma di un livello più basso, in termini assoluti, d'inflazione (che è però in leggero rialzo), la Banca del Giappone continua ad attuare una politica ultra accomodante. La Banca del Canada invece ha appena ripetuto il rialzo a sorpresa dei tassi compiuto a luglio, riportando il tasso di riferimento al livello precedente al crollo dei prezzi del petrolio. La BoC non considera il basso livello dell'inflazione come un ostacolo e preferisce invece pensare che la forte crescita del PIL renda possibile la normalizzazione della politica monetaria.

Economie emergenti

La maggior parte delle economie continua a beneficiare di una combinazione di dinamiche interne positive e di una vigorosa domanda esterna, alimentata dai consumi sui mercati sviluppati. Persino le economie che hanno incontrato difficoltà nel recente passato stanno gradualmente riprendendo a crescere (come il Brasile, la Turchia e l'India, in seguito alla graduale diminuzione dell'impatto della demonetizzazione). Tra i paesi emergenti di più grandi dimensioni, solo il Sudafrica resta penalizzato dall'incertezza politica negativa per l'attività economica.

Adrien Pichoud

L'Europa continua a evidenziare una forte dinamica di crescita nonostante il vigore dell'euro



Fonte

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Dati a: agosto 2017

Gruppo di strategie d'investimento: principali conclusioni

Rischio e duration

Nessun cambiamento. Abbiamo mantenuto il posizionamento sul rischio a "lieve preferenza" e la posizione sulla duration ad "avversione".

"Il dollaro USA è oggetto di vendite eccessive, la Fed lascia trasparire la propria intenzione di attuare ulteriori rialzi dei tassi d'interesse e sembrano essere stati fatti alcuni progressi riguardanti la riforma fiscale negli Stati Uniti: tutto ciò segnala l'esistenza di una potenziale inversione di tendenza a medio termine per il dollaro, che sposta i riflettori sulle azioni europee e giapponesi."

Hartwig Kos

Mercati azionari

Il motto di questo mese è "puntare tutto sui ritardatari". Con l'aumento della preferenza per il Giappone, l'Europa e il Paese del Sol Levante sono i mercati azionari attualmente più favoriti. In Europa, la Spagna è stata temporaneamente declassata da "preferenza" a "lieve preferenza" data l'incertezza derivante dal referendum in Catalogna. Anche la posizione nel Regno Unito, in Australia e nei mercati emergenti dell'America Latina è stata ridotta da "lieve preferenza" a "lieve avversione". Mentre la posizione globale sul rischio traduce una convinzione di investimento media nei confronti dei mercati azionari in generale, l'allocazione paese molto bilanciata evidenzia chiaramente un alto grado di convinzione della nostra allocazione ai singoli titoli azionari. Su cosa si basa questa convinzione?

L'Europa e il Giappone ci piacciono! La prima ragione di questa esposizione, e anche la più ovvia, è la visione relativa al dollaro USA. Dall'inizio del 2017, l'indice generale del dollaro USA (DXY) ha subito un deprezzamento superiore al 10%. Questo movimento ha spinto il biglietto verde verso il valore equo sulla base di un tasso di cambio reale effettivo. Questa significativa debolezza ha fatto sì che segmenti come le azioni dei mercati emergenti, che solitamente traggono vantaggio da un dollaro debole, abbiano fatto registrare risultati molto solidi nel corso dell'anno. Inversamente, segmenti che tradizionalmente beneficiano della forza del dollaro USA, come il Giappone e l'Europa, hanno accumulato ritardo rispetto all'universo azionario più generale. Attualmente però il dollaro USA è oggetto di vendite eccessive, la Fed lascia trasparire la propria intenzione di attuare ulteriori rialzi dei tassi d'interesse e sembrano essere stati fatti alcuni progressi riguardanti la riforma fiscale negli Stati Uniti: tutto ciò segnala l'esistenza di una potenziale inversione di tendenza a medio termine per il dollaro, che sposta i riflettori sulle azioni europee e giapponesi.

Questa situazione è inoltre sostenuta dal fatto che l'incertezza politica, almeno in Europa, non è un fattore che potrebbe intaccare il sentimento dei mercati.

Europa e Giappone continuano a sembrare convenienti rispetto alle azioni USA. La nostra preferenza relativa che dura ormai da alcuni mesi è dovuta al tasso del premio per il rischio ma, come descritto nella precedente edizione di questa pubblicazione, la relativa convenienza emerge anche da molti dei principali dati sulle valutazioni. Le azioni europee e giapponesi sono attualmente scambiate a un rapporto prezzo/utili a 12 mesi rispettivamente di 14,7 e 13,7. Tali dati reggono bene il confronto con il mercato azionario, valutato a 17,9. Il principale rapporto prezzo/utili tra le azioni statunitensi e quelle europee è attualmente al livello più basso dalla fine del 2012, e il differenziale del principale P/E tra il mercato azionario giapponese e statunitense è vicino al livello minimo mai registrato. Altri moltiplicatori come il multiplo del reddito operativo preammortamenti (EV/EBITDA) indicano anch'essi una marcata differenza di valutazione tra le azioni USA e le azioni europee e giapponesi.

Oltre a ciò, la realtà economica non è propriamente riflessa in nessuno dei due mercati azionari. Entrambi hanno accumulato ritardo nonostante lo scenario macroeconomico che sembra persino più favorevole di quello statunitense. Quanto all'Europa, gli indicatori economici sono in generale solidi come lo sono stati lo scorso decennio. Nonostante la prospettiva di un tapering da parte della BCE, le condizioni finanziarie rimangono, come minimo, molto accomodanti. Anche in Giappone lo scenario economico è stato positivo, seppur leggermente sotto tono. È evidente tuttavia che lo scenario economico generale è chiaramente positivo per entrambi i mercati.

"Il principale rapporto prezzo/utili tra le azioni statunitensi e quelle europee è attualmente al livello più basso dalla fine del 2012, e il differenziale del principale P/E tra il mercato azionario giapponese e statunitense è vicino al livello minimo mai registrato."

Hartwig Kos

Mercati obbligazionari

I mercati obbligazionari continuano a essere costosi, come lo sono del resto già da un po'. Negli ultimi mesi, tuttavia, anche i segmenti del mercato obbligazionario che sembravano interessanti, in particolare i mercati emergenti, hanno in qualche misura perso slancio. Sono sempre una delle nostre principali posizioni nei diversi segmenti del reddito fisso, ma la debolezza del dollaro USA e il fatto che i rendimenti obbligazionari mondiali abbiano registrato un calo nel corso dell'anno ha comportato l'avvio di un netto deterioramento di alcune valutazioni di questo segmento. Di conseguenza le posizioni in diversi mercati del blocco dei mercati emergenti sono state ridotte ulteriormente. La posizione nelle obbligazioni messicane in valuta forte è stata ridotta da "lieve preferenza" a "lieve avversione". Nonostante questo netto cambiamento di attrattiva intrinseca per le obbligazioni dei mercati emergenti, la decisione di mantenere invariata la posizione globale è giustificata dal valore relativo di tali titoli. Le obbligazioni dei mercati emergenti continuano a non sembrare così male come altri segmenti del reddito fisso.

Forex, Investimenti alternativi e Liquidità

Nessun cambiamento.

Hartwig Kos

Disclaimer

Il presente documento di marketing è stato redatto dal Gruppo Syz (di seguito denominato «Syz»). Esso non è destinato alla distribuzione o all'utilizzo da parte di persone fisiche o giuridiche cittadini o residenti in uno Stato, un Paese o una giurisdizione le cui leggi applicabili ne vietino la distribuzione, la pubblicazione, l'emissione o l'utilizzo. Spetta unicamente agli utenti verificare che siano legalmente autorizzati a consultare le informazioni nel presente. Il presente materiale ha esclusivamente finalità informative e non deve essere interpretato come un'offerta o un invito per l'acquisto o la vendita di uno strumento finanziario, o come un documento contrattuale. Le informazioni fornite nel presente non sono intese costituire una consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adeguate per tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, le durate e i calcoli contenuti nel presente rappresentano unicamente stime e sono soggetti a variazione senza preavviso. Si ritiene che le informazioni fornite siano attendibili; tuttavia, il Gruppo Syz non ne garantisce la completezza o l'esattezza. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.